الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

المركز الجامعي بغرداية

الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

بعنوان:

الاقتصاد الإسلامي ، الواقع.. ورهانات المستقبل

الأستاذ: لحلو بوخاري

أستاذ مساعد

الأستاذ: وليد عايب

أستاذ مساعد

المركز الجامعي برج بوعريريج

الهاتف : 0666559577

الهاتف : 0795670342

البريد الالكتروني:LAH.BOUK@yahoo.fr

البريد الالكتروني:Ayeb.walid@yahoo.fr

مداخلة بعنوان:

آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية و أثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية

المحور: الهندسة المالية الإسلامية

آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية
و أثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية

الملخص:

حققت الصيرفة الإسلامية نموا كبيرا في مجالات التمويل والاستثمار، مما أدى إلى زيادة الاهتمام بالمنتجات المالية الإسلامية في العمليات المصرفية والمعاملات الاقتصادية المختلفة حيث برزت الصكوك الإسلامية كواحدة من أهم هذه المنتجات، والتي استطاعت أن تجد لها موطئ قدم في الأسواق المالية الدولية، كما أضحت تنافس السندات التقليدية ومتاحة في الوقت نفسه للجميع أفرادا وشركات وحكومات في القارات الخمس، إلا أنها كغيرها من الأوراق المالية تواجه مخاطر مختلفة وتتأثر بالمناخ الاقتصادي العالمي، وفي هذا الإطار سوف تتطرق هذه الورقة إلى آليات الهندسة المالية المستخدمة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، وأثر الأزمة المالية الأخيرة على سوق الصكوك الإسلامية، وذلك من خلال التطرق إلى العناصر التالية: ماهية الهندسة المالية، الصكوك الإسلامية بمختلف أنواعها، المخاطر التي تواجهها هذه الصكوك، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، وأخيرا أثر الأزمة المالية العالمية الأخيرة على سوق الصكوك الإسلامية.

Abstract:

Islamic finance has realized a great development in finance and investments fields, which lead to increase interest in the Islamic financial products in the banking activities and the different economic transactions, so that we find Sukuk one of the most important products, this latter has a great importance in the international financial markets, as it becomes a competitor to the traditional securities and it is available for all, individuals, companies and governments across the world, and like other securities, it confronts different risks, also it is affected by the Universal environment, in this respect this paper will treat financial engineering which used to manage Islamic sukuk risks and the effects of the last finance crisis on Islamic sukuk market , and this can be seen as follows: what is the financial engineering, the different kinds of Islamic sukuk, sukuk's

risks, managing sukuk's risks and finally the effect of the financial crisis on the sukuk market.

أولا: ماهية الهندسة المالية

1-1 مفهوم الهندسة المالية:

يقصد بالهندسة المالية مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل.

ويعرفها الدكتور السويلم" بأنها المبادئ والأساليب اللازمة لتطوير حلول مالية مناسبة مبتكرة" حيث يرى أن الابتكار بطبيعته غير قابل للقياس والتنبؤ، إذ لو كان كذلك لما أطلق عليه ابتكارا، ولهذا يطالب بالتركيز على الأساليب ولطرق التي تعين على الابتكار وتمهد له[1].

1-2 العوامل المساعدة على ظهور الهندسة المالية:

شهدت أسواق المال العالمية منذ بداية الستينات من القرن الماضي ثورة في مجالات الابتكارات المالية، والتي شكلت اللبنة الأولى لتبلور مفهوم الهندسة المالية، هذه الأخيرة التي ستهتم بابتكار الأدوات الحديثة وأدوات إدارة المخاطر بالشكل الذي يضمن للشركات التخطيط لمستقبلها وخدمة أهدافها، ويمكن تلخيص أهم العوامل التي ساهمت في بناء هذا التصور ومهدت لظهور الهندسة المالية في الآتـــي :

- اتساع وتعدد أدوات الاستثمار المتاحة في أسواق المال، وقد أدى ذلك إلى زيادة سيولة السوق وإتاحة مزيد من التمويل عن طريق جذب مستثمرين جدد وتقديم فرص جديدة للباحثين عن التمويل.
- إيجاد أدوات إدارة المخاطر ، والتي مكنت من إعادة توزيع المخاطر المالية طبقا لتفضيلات المستثمرين للمخاطر.
- تطوير أدوات المراجحة بين الأسواق، الأمر الذي مكن من تحسين التكاليف وزيادة العائد والانفتاح على الأسواق المالية.
- تعدد وتنوع إستراتيجيات الاستثمار نتيجة لتعدد وتنوع وتجدد أدوات الاستثمار (خاصة المشتقات المالية).[2]

1-3 الهندسة المالية الإسلامية: بين التأصيل الشرعي ومتطلبات الواقع

تشير دراسات عديدة إلى استخدام الهندسة المالية في المعاملات الإسلامية ومن أمثلتها ما أجاب به الإمام محمد بن الحسن الشيباني حين سُئل عن مخرج للحالة التالية:

إذا قال شخص لآخر: اشترِ هذا العقار – مثلاً– و أنا اشتريه منك و أُربِحُكَ فيه، و خشي إن اشتراه ألا يشتريه منه مَن طلب الشراء. فقال الإمام: المخرج أن يشتري العقار مع خيار الشرط له، ثم يعرضه على صاحبه، فإن لم يشتره فسخ العقد و ردّ المبيع. فقيل للإمام الشيباني: أرأيت إن رغب صاحبه – من طلب الشراء– في أن يكون له الخيار مدة معلومة؟

فأجاب: المخرج أن يشتري مع خيار الشرط لمدة أكبر من مدة خيار صاحبه، فإن فسخ صاحبه العقد في مدة خياره استطاع هو الآخر أن يفسخ العقد فيما بقي من المدة الزائدة على خيار صاحبه. إن الحلول أو المخارج التي أشار إليها الإمام الشيباني رحمه الله هي هندسة مالية بالمعنى الحديث للمصطلح و هي حلول مبتكرة للمشاكل المالية التي كانت تواجه الأفراد خلال تلك الفترة، بل و تستخدم هذه الحلول إلى يومنا هذا.

وحديث الرسول صلى الله عليه وسلم يقول" **من سن في الإسلام سنة حسنة له أجرها وأجر من عمل بها إلى يوم القيامة، لا ينقص ذلك من أجورهم شيئا ومن سن سنة سيئة فله وزرها ووزر من عمل بها إلى يوم القيامة، لا ينقص من أوزارهم شيئا**".

حيث يدعوا هذا الحديث للابتكار وإيجاد الحلول للمعضلات المختلفة المالية وغير المالية طالما كانت في مصالح العباد، أيضا لا دعوة للاجتهاد وضرورة مواصلته تعتبر من الموجهات الإسلامية القيمة التي تدعوا إلى التجديد باستمرار ضمانا لحسن الأداء وبالتالي المنافسة بايجابية في سوق الخدمات المالية.[3]

من خلال ما سبق يمكن أن نعرف الهندسة المالية الإسلامية بأنها مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل في إطار موجهات الشرع الحنيف.

ثانيا : الصكوك الإسلامية

2-1 تعريف الصكوك الإسلامية

الصكوك جمع صك انتشر استعمال هذا المصطلح في المجتمعات الإسلامية خلال القرون الوسطى كأوراق تمثل التزامات مالية على أصحابها ناتجة عن المعاملات التجارية المختلفة.[4]

استطاع الفقهاء المعاصرون إيجاد بديل عن السندات الربوية بما سموه (سندات المقارضة) القائمة على أساس شركة المضاربة أو القراض، والشركة المتناقصة، فهي تعتمد في التمويل

على تقديم الأموال من أرباب المال، ويكون العمل بصفة المضاربة من مؤسسة، ويكون الربح بينهما بحسب الاتفاق، والخسارة على صاحب رأس المال، أي يتم عقد المضاربة بين حاملي السندات ومصدريها، ويمكن تداول هذه الصكوك بعد بدء عمل المشروع، فيجوز إن كانت نسبة الأعيان والمنافع التي هي موجودات المؤسسة هي الغالبة على النقود، بنسبة 51% كما نص على ذلك قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته الرابعة رقم 30(4/5).[5] وقد امتد إصدار هذه الصكوك إلى باقي صيغ التمويل الإسلامية المعروفة.

التسنيد أو التصكيك المقبول شرعاً هو تحويل الموجودات العينية أو المنافع إلى صكوك قابلة للتداول، ويحتاج بعض القيود والإجراءات لتحقيق الضوابط الشرعية التي تقوم على أساس ملكية المستثمر أصولاً دارة للدخل الذي يمثل عائد السند، كما أن هناك آلية مقبولة شرعاً من شأنها توفير التحوط (الحماية والأمان) للعميل دون الضمان الممنوع شرعاً في المشاركات .[6]

2-2 أنواع الصكوك الإسلامية:

تتنوع الصكوك الإسلامية إلى صكوك الإجارة والسلم والاستصناع والمضاربة والمشاركة...إلخ.

2-2-1 صكوك الإجارة:

يعرفها بعض الباحثين بأنه " وضع موجودات دارة للدخل كضمان أو أساس، مقابل إصدار صكوك تعتبر في ذاتها أصولا مالية"، فالغرض إذن من صكوك الإجارة تحويل الأعيان والمنافع التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية (سندات) يمكن أن تجرى عليها عمليات التبادل والتداول فيسوق ثانوية وعلى ذلك يمكن تعريفها بأنها سندات (وثائق) ذات قيمة متساوية تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع مؤجرة، كإيجار قطعة أرض أو إيجار تجهيزات معينة كالطائرات والبواخر، ويمكن أن يكون هذا العائد ثابتا أو متغيرا.[7]

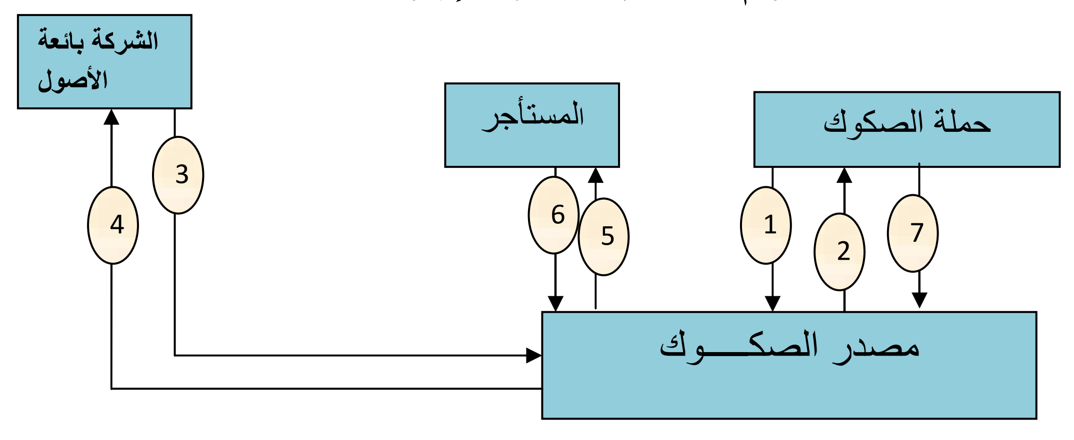
تتميز هذه الصكوك بمجموعة من الخصائص مما يجعلها أساسا مهما في السوق التمويلية الإسلامية، و أهم هذه الخصائص:

- **خضوعها لعوامل السوق:** تتأثر قيمتها السوقية بعوامل العرض والطلب فيه، بحيث إذا ارتفعت القيمة السوقية لتلك الأعيان ، فان قيمة الصكوك ترتفع تبعا لذلك، وتهبط قيمتها إذا انخفضت القيمة السوقية للأعيان التي تمثلها.
- **مرونتها:** إذ لا يخفى أن هذه الصكوك تتمتع بمرونة كبيرة، سواء من حيث المشروعات التي يمكن تمويلها بها، أم من حيث الجهات المستفيدة من التمويل، أم من حيث الوساطة

المالية المتضمنة فيها، أم من حيث الخيارات المتعددة التي تتاح لطالب التمويل، أم من حيث أنواع الأملاك والمشروعات التي يمكن تمويلها...إلخ.

- **استقرار السعر وثبات العائد:** عند مقارنة صكوك الإجارة بغيرها من الأوراق المالية يظهر بجلاء أن معظم صور هذه الصكوك تتمتع بدرجة عالية من الاستقرار في السعر والثبات في العائد، وبدرجة عالية من العلم المسبق بمقدار ذلك العائد وقت شراء الصك.[8]

الشكل رقم 01 : هيكل صكوك الإجارة.



1 استلام صكوك 2 نقود 3 شراء أصول 4 نقود 5 تأجير الاصول 6 عوائد 7 التوزيعات الدورية لحملة الصكوك

المصدر: Dubai International Financial Centre **Sukuk Guidebook**,Dubai, November 2009,p 14

2-2-2 صكوك المشاركة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك بتعيين أحد الشركاء أوغيرهم لإدارتها.[9]

يتم احتساب أرباح كل شركة أو مؤسسة من المكون وفق نسبة صافي ملكية الحكومة المخصصة لهذا الغرض وتوزع الأرباح على مالكي الصكوك والشهادات بنسبة حصتهم في متوسط صافي حقوق الملكية للمكون وذلك على مدى فترة الشراكة.

أما عن أهم خصائص هذه الصكوك فتتمثل في:

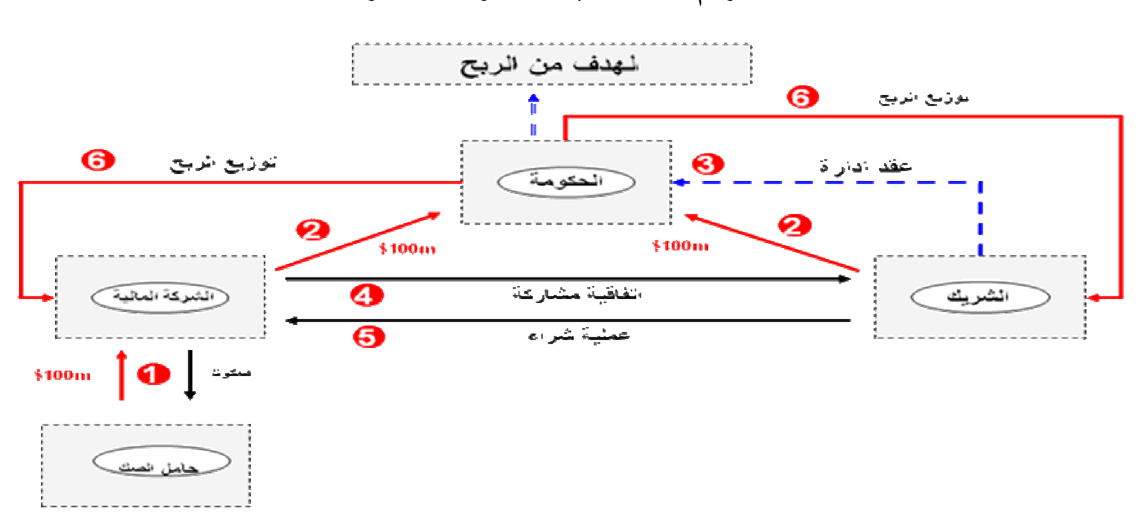
شرعية وتفي بكافة متطلبات العقود الشرعية.

- ذات مخاطر
استثمارية متدنية لأنها مسنودة بأصول اقتصادية تتميز بربحية عالية و إدارة كفؤة و تتنوع في قطاعات اقتصادية مختلفة.
ذات ربحية عالية مقارنة بأوجه الاستثمار الأخرى المتاحة.

-يمكن تسييلها في أي لحظة في السوق المالي.

- يمكن استخدامها في تسوية المعاملات المالية كوسيلة دفع مضمونة السداد.[10]

الشكل رقم 02 : هيكل صكوك المشاركة.



2 -2-3 صكوك السلم:

تسمح هذه الصيغة بأن يشتري البنك من العميل بثمن حال سلعة موصوفة وصفا كافيا مؤجلة التسليم، إلى موعد محدد، وله استخدامات مختلفة في التمويل أهمها يتعلق بتمويل النشاط الزراعي والصناعي والإنتاجي، وذلك بتوفير السيولة النقدية اللازمة للزراعة أو الصناعة.[11]

وتكون صكوك السلم عبارة عن سندات قصيرة الأجل تعبر عن عملية استثمارية أطرافها (بائع السلعة أو الأصل نفط مثلا) والمشتري بصيغة السلم (شركة وساطة أو بنك أو من تتفق معه الحكومة) وذلك بصفته مديراً لمحفظة صكوك السلم الإسلامية، ومشتري أو حاملي الصكوك حيث تقوم المحفظة باستيفاء قيمة الصكوك من المشترين و دفع ثمن السلعة الآن للحكومة واستلام السلعة أو قيمتها لاحقا.

2-2-4 صكوك الاستصناع:

الاستصناع عقد يلتزم من خلاله البنك بتحقيق منشآت (بيوت، جسور طرق سريعة..إلخ) لصالح عميله مقابل علاوة تدخل فيها تكلفة المنشأة مضافة إليها هامش الربح، ويكلف البنك مقاولا لتنفيذ الأشغال[12].

يمكن تحويل عقود الاستصناع إلى سندات ذات استحقاقات متتالية، وقد بدأ هذا النوع من المعاملات يظهر في السوق المالي الإسلامي تدريجيا خاصة في استثمارات البنوك الإسلامية طويلة الأجل وظهرت تجاربه في استثمارات البنوك الإسلامية الخليجية منها على وجه الخصوص.[13]

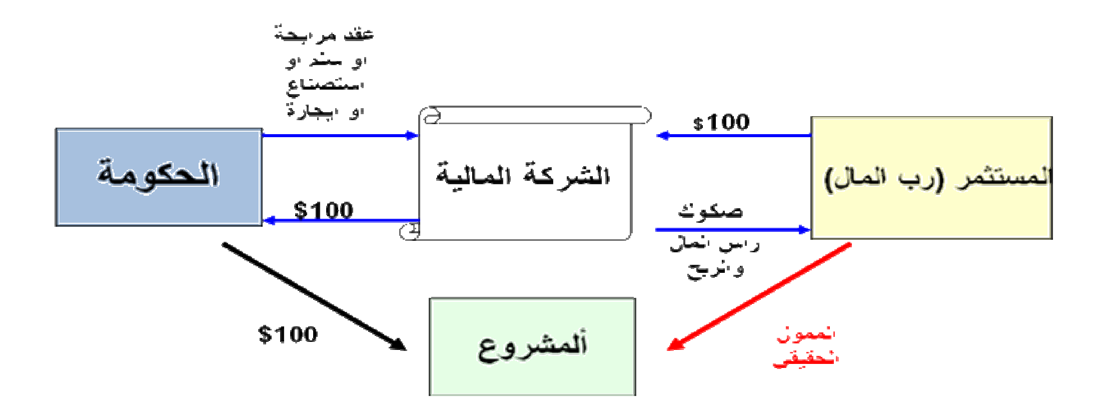
2-2-5 صكوك المضاربة:

تعتبر صكوك المضاربة عقدا بين طرفين (المضارب) والمستثمر (رب المال)، يقدم المستثمر رأس المال للمضارب والذي بدوره يقوم بتوظيفه في مشروع متفق عليه، على أن يتم تقسيم الأرباح المحققة وفقا لنسب معينة، أما الخسائر إذا قدر الله فيتحملها أصحاب المال إذا لم يقصر المضارب أو يهمل.

تتميز صكوك المضاربة بمجموعة من الخصائص يمكن إدراجها فيما يلي:

- قابلية للتداول في أسواق رأس المال.
- يمكن عمل ترتيبات معينة لضمان هذه الصكوك من قبل طرف ثالث وذلك لتوفير الاطمئنان للمستثمرين.
- يمكن للحكومة شراء الصكوك واسترداد حصة رب المال.
- يمكن إصدار هذه الصكوك لتشمل كافة القطاعات الزراعية والصناعية والخدمية والعقارية وغيرها.
- سهولة الرقابة عليها من الجهات المستفيدة من التمويل لارتباطها بموجودات عينيه.

- **الشكل رقم 03 : هيكل صكوك المضاربة.**



ثالثا: مخاطر الصكوك الإسلامية:

3-1 تعريف المخاطرة:

تعد كلمة المخاطرة من المصطلحات الدارجة في حديث الناس اليوم، ويمكن تعريفها بأنها الحالة التي تتضمن الانحراف عن الطريق الذي يوصل إلى نتيجة متوقعة أو مأمولة أو احتمال الخسارة.

يمكن قياس درجة المخاطرة لأي أصل أو مشروع استثماري بإحدى الطريقتين:

- الانحراف المعياري(Standard deviation) لبيانات التوزيع الاحتمالي التقديري لعوائد الأصل أو بيانات عوائد الأصل التاريخية.
- معامل بيتا(Beta coeffcinent) الذي يقيس مدى التغير في عوائد الأصل بالمقارنة مع عوائد السوق.

3-2 أنواع المخاطر:

يرتبط العمل المصرفي الإسلامي بالمخاطر أكثر مما عليه في المصارف التقليدية وذلك لأن العمل المصرفي قائم على المشاركة في الربح أي العائد والخسارة أي المخاطرة، بينما يقوم الاستثمار والتمويل المصرفي التقليدي على الفائدة ذات العائد المضمون بغض النظر عن نتائج محل الاستثمار. ويمكن تقسيم المخاطر التي تواجه الصكوك الإسلامية إلى :

3-2-1 مخاطر السوق: تعتبر الأدوات و الأصول التي يتم تداولها في السوق مصدرا لهذا النوع من المخاطر التي تأتي إما لأسباب متعلقة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية أو نتيجة أحوال المنشآت الاقتصادية، فمخاطر السوق العامة تكون نتيجة التغير العام في

الأسعار وفي السياسات على مستوى الاقتصاد ككل، أما مخاطر السوق الخاصة فتنشأ عندما يكون هناك تغير في أسعار أصول وأدوات متداولة بعينها نتيجة ظروف خاصة بها، ويمكن تقسيم مخاطر السوق إلى : مخاطر أسعار الأسهم، مخاطر أسعار الفائدة مخاطر أسعار الصرف، مخاطر أسعار السلع.[14]

مخاطر أسعار الفائدة: تنشأ هذه المخاطر نتيجة التغيرات في مستوى أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة، وكقاعدة عامة فانه مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، كلما ارتفعت مستويات أسعار الفائدة في السوق انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة.

لا تتأثر الصكوك الإسلامية مباشرة بسعر الفائدة لكونها لا تتعامل به إلا أنها قد تتأثر بسعر الفائدة إذا اتخذت سعرا مرجعيا في التمويل بالمرابحة كالليبور مثلا (LIBOR)[15] ، كما أن سعر الفائدة يقوم عليه النظام المصرفي في غالبية الدول الإسلامية، فإنه بلا شك يؤثر على الصكوك الإسلامية خاصة إذا لم يكن للوازع الديني دور في توجيه المستثمرين.

ب—**مخاطر أسعار الأسهم:** تنشأ هذه المخاطر نتيجة تقلبات أسعار الأوراق المالية في أسواق رأس المال سواء كانت هذه التقلبات بفعل عوامل حقيقية أو عوامل مصطنعة وغير أخلاقية، كالإشاعات والاحتكار والمقامرة والبيع والشراء الصوري ونحو ذلك وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية.

ج- **مخاطر أسعار الصرف:** تنشأ هذه المخاطر في سوق النقد نتيجة تقلبات سعر صرف العملات في المعاملات الآجلة ففي حالة شراء سلع بعملة أجنبية أو انخفاض سعر تلك العملة الأجنبية مقابل العملات الأخرى، كما أن مخاطر سعر الصرف قد تظهر أيضا عند إصدار الصكوك بعملة معينة واستثمار حصيلتها بعملات أخرى، أو إذا كانت المنشأة المصدرة للصكوك تحتفظ بمواقع مفتوحة تجاه بعض العملات الأجنبية أو التزامات الدفع خاصة في عمليات المرابحات والتجارة الدولية.

د- **مخاطر أسعار السلع (الأصول الحقيقية):** هذه المخاطر مرتبطة بطبيعة الصكوك الإسلامية من حيث كونها تمثل حصة شائعة في ملكية أصول، ونظرا لأن الأصول الحقيقية من سلع وخدمات تباع في الأسواق، فإنها قد تتعرض للنقص في قيمتها بفعل عوامل العرض والطلب أو السياسات الاقتصادية الحكومية وغيرها من عوامل السوق.

2-2-3 مخاطر الائتمان:هي المخاطر التي ترتبط بالطرف الأخر (contre partie) في العقد أي قدرته على الوفاء بالتزاماته كاملة في موعدها كما هو منصوص عليه في العقد، ويرد حدوث المخاطر الائتمانية في الدفتر التجاري للمصرف، ففي الدفتر

المصرفي تظهر المخاطرة الائتمانية في حالة القرض عندما يعجز الطرف الآخر عن الوفاء بشروط القرض كاملة وفي موعدها.[16]

في الصكوك الإسلامية يمكن أن ينشأ هذا الخطر نتيجة سوء اختيار العميل سواء بعدم وفائه بالتزامات العمل المسند إليه بالنسبة لاستثمارات الصكوك المختلفة أو عدم رغبته في استلام السلعة المشتراة ورجوعه عن وعده – في حالة اعتبار الوعد غير ملزم–، أو عدم الالتزام بتوريد السلع المتفق عليها بالنسبة لاستثمارات صكوك السلم.

3-2-3 مخاطر التشغيل: هي احتمالية الخسارة التي قد تنشأ عن فشل أو عدم كفاية كل من العمليات الداخلية، و الأنظمة، والعاملين، وأحداث خارجية، و تكون هذه المخاطر بسبب :الاختلاس والسرقة، الجرائم الالكترونية، التزوير، تزييف العملات.[17]تؤثر هذه المخاطر على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية وذلك من خلال عدم توافر الكفاءة الإدارية القادرة على القيام بمهام الوكالة عن الملاك وتحقيق الأرباح مع نموها واستقرارها مستقبلا، والمحافظة على المركز التنافسي للصكوك ونحو ذلك، أو من خلال صورية أو ضعف الرقابة الشرعية مما يؤثر سلبا في ثقة المتعاملين وسمعة المنشأة.

3-2-4 المخاطر القانونية: ترتبط هذه المخاطر بعدم وضوح العقود المالية موضع التنفيذ أي أنها ترتبط بالنظام الأساسي والتشريعات والأوامر الرقابية التي تحكم الالتزام بالعقود والصفقات وربما تكون طبيعة هذه المخاطر خارجية مثل الضوابط الرقابية التي تؤثر في بعض أنواع الأنشطة التي تمارسها المصارف كما يمكن أن تكون ذات طبيعة داخلية تمت بصلة لإدارة المصرف ولموظفيه مثل الاحتيال وعدم الالتزام بالضوابط والقوانين.

3-2-5 مخاطر السيولة: يكون سببها عدم قدرة البنك على تنفيذ التزاماته حال تحققها دون حدوث خسارة غير مقبولة. وتتضمن أيضاً عدم القدرة على معالجة تراجع مصادر الأموال غير المخطط لها، وضعف الإدارة في تحديد التغييرات في ظروف السوق التي يكون لها تأثير كبير على قدرة المصرف لتسييل قيمة الصكوك بشكل سريع وبأقل خسارة من القيمة.

رابعا: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية:

تعبر سياسات إدارة المخاطر عن الأساليب و الاجراءات المتخذة لمواجهة ومعالجة الخطر، ويمكن كذلك أن نعرفها بأنها عملية قياس أو تحديد أو تقييم الخطر الذي تتعرض لها و يمكن أن تتعرض له المنظمة.

4-1خطوات إدارة المخاطر:

أ-تحديد المخاطر: تعتبر هذه الخطوة أول الاجراءات لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، فكما جاء في السابق يواجه كل نوع من الصكوك جملة من المخاطر كخطر سعر الفائدة، خطر السيولة، خطر التشغيل....إلخ.

ب- قياس الخطر :الخطوة الثانية في إدارة المخاطر الصكوك الإسلامية هي قياسها، إن كل نوع من المخاطر يجب أن ينظر إليه بإبعاده الثلاثة:حجمه ومدته واحتمالية الحدوث لهذه المخاطر ويعتبر الوقت المناسب الذي يتم فيه القياس ذو أهمية بالنسبة لإدارة المخاطر.

ج- **دراسة اختيار البدائل المناسبة للتعامل مع المخاطر:** وذلك من خلال دراسة البدائل اللازمة للتعامل مع كل نوع من أنواع مخاطر الصكوك الإسلامية ، واتخاذ القرار اللازم باختيار البديل المناسب سواء بتجنب تلك المخاطر، أو توزيعها ، أو قبولها والتعامل معها خاصة في حالة وجود إدارة جيدة لإدارة المخاطر، وعلى أية حال فإن المقارنة بين المنافع والتكاليف من جراء تلك المخاطر هو المعيار الملائم في إتباع الأسلوب المناسب في التعامل مع المخاطر فينبغي أن تفوق المنافع التكاليف المترتبة على مخاطر الصكوك الإسلامية.[18]

د- تنفيذ القرار:وذلك من خلال وضع الآليات اللازمة لتنفيذ البديل الملائم للتعامل مع المخاطر موضع التنفيذ.

4 -2 الآليات المستخدمة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية:

يمكن للجهة المصدرة للصكوك أن تتبع مجموعة من التقنيات والإجراءات وذلك بهدف تقليل هذه المخاطر أو تجنبها:

4-2-1 إتباع سياسة التنويع:[19] يؤكد هذا المبدأ ضرورة قيام المستثمر بتنويع موجوداته من خلال مسكه لنوعين أو أكثر من المشاريع مثلا، على مبدأ (لا تضع كل البيض في سلة واحدة)، فالمستثمر الناجح يسعى للحصول على أكبر عائد ممكن بأقل مخاطرة ممكنة ولا يمكن أن يحصل على ذلك إلا بتطبيق فكرة التنويع، وبالنسبة للصكوك الإسلامية فان التنويع قد يكون حسب القطاعات، وبالتالي فان إصدار الصكوك الإسلامية ليشمل جميع القطاعات الاقتصادية سوف يقلل من المخاطر التي تتعرض لها هذه القطاعات تبعا للدورات الاقتصادية كما يمكن إصدار هذه الصكوك ضمن آجال مختلفة(قصيرة، متوسطة، طويلة الأجل) وهذا مناجل مواجهة مخاطر التضخم، فكما هو معلوم كلما زاد أجل هذه الصكوك كانت أكثر عرضة لمخاطر التضخم، كما يمكن أن يكون التنويع في استخدام صيغ التمويل(صكوك المضاربة صكوك المرابحة، صكوك السلم، صكوك الاستصناع ....إلخ)، التنويع في اختيار العملاء

والشركاء أو ما يعرف بنسبة توزيع المخاطر حيث تسمح هذه النسبة بمعرفة مستوى التعهدات مع مستفيد واحد أو مجموعة من المستفيدين التي لا تتجاوز حد أقصى وهذا لتجنب أي تركيز للأخطار مع نفس الزبون.

4-2-2 الرقابة المالية: تتطلب حماية حقوق الصكوك الإسلامية توفير الرقابة، ويقصد بها الإشراف والفحص والمراجعة من جانب سلطة أعلى لها، وذلك للتأكد من حسن استخدام الأموال في الأغراض المخصص لها، وأن الإيرادات تحصل طبق النظم المعمول بها وللتأكد من سلامة تحديد نتائج الأعمال والمراكز المالية وتحسين معدلات الأداء والكشف عن المخالفات والانحرافات وبحث الأسباب التي أدت غلى حدوثها واقتراح وسائل علاجها لتفادي تكرارها مستقبلا.

4-2-3 استخدام تقنيات الرهن والكفالة:

أ- **الرهن:** وهو حبس شيء بحق يمكن استيفاؤه منه، أو جعل شيء مالي محبوسا وثيقة بحق مثل تقديم المدين حليا أو ساعة أو عقارا رهنا للدائن المرتهن، وهو مشروع في الإسلام لقوله تعالى:"**فرهان مقبوضة**" (البقرة 2-283)، ولأن "النبي اشترى من يهودي طعاما إلى أجل، ورهنه درعا من حديد "[20] . ويشترط في المرهون ستة شروط: أن يكون متقوما، موجودا وقت التعاقد، أن يكون مملوكا بنفسه للراهن، أن يكون معلوما، أن يكون مقدور التسليم، وأن يكون المرهون مقبوضا في الدائن المرتهن، أوعند شخص مؤتمن و هو المسمى بالعدل.[21]
تسمح هذه الآلية بتخفيض مخاطر الصكوك الائتمانية خاصة، فيمكن للدائن أن يشترط على المدين تفويضه ببيع الرهن عند حلول أجل الين للاستيفاء من ثمنه .

ب- **الكفالة:** هي ضم ذمة إلى ذمة في المطالبة مطلقا، أيضم ذمة الكفيل إلى ذمة الأصيل في المطالبة بنفس أو دين أوعين، أي أن يلتزم طرف بتحمل عبئ عن طرف آخر على سبيل التبرع، وكفالة الشخص المليء وسيلة ناجحة في تخفيض مخاطر توظيف حصيلة الصكوك الإسلامية، خاصة المخاطر الائتمانية ومخاطر المخالفات الشرعية ومخاطر الأصول وعوائدها.

4-2-4 التأمين التبادلي : تتيح هذه الآلية الحماية من المخاطر الائتمانية للصكوك فقد يلجأ البنك الإسلامي إلى الاقتراح على المدين للبنك بالاشتراك في صندوق التأمين التبادلي الموجود داخل البنك، على أن يسدد المشترك نسبة معينة في الدين المؤمن

عليه في حساب خاص لهذه الغاية على سبيل التبرع مقابل حصول المشترك على تعويض عند التعرض لخطر من الأخطار كالإعسار مثلا.

4-2-5 التحوط باستخدام المشتقات الإسلامية(عقد السلم، الخيار الشرعي): يعتبر عقد السلم من أنسب العقود لتحقيق وظيفة التحوط، حيث يمكن المصرف الإسلامي من تمويل النشاطات الزراعية والصناعية والتجارية على النطاق الفردي و نطاق المشاريع الكبيرة، وتكون مصلحة المصرف الإسلامي الحصول على موارد آجلة بسعر عاجل رخيص نسبيا ثم يقوم بعد قبضها بتسويقها بثمن الحاضر أو المؤجل.

الخيار الشرعي يمكن أن يستخدم للتحوط ضد مخاطر عدم الوفاء بالوعد من قبل مشتري السلعة بالمرابحة من خلال الاتفاق مع البائع على مدة خيار معلومة للسلعة عند شرائها، وهو ما يعرف بخيار الشرط طالت تلك المدة أم قصرت .

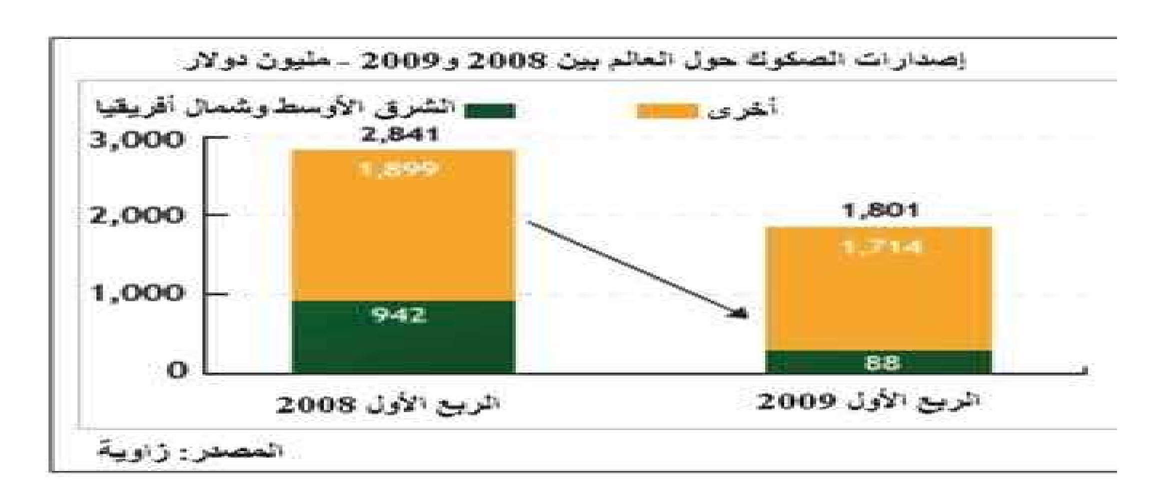
كما يمكن التحوط ضد مخاطر سعر الصرف من خلال العمل على توحيد عملة التوظيف مع عملة إصدار الصكوك قدر الإمكان، واختيار العملات المستقرة للتعامل، وكذلك إجراء قروض متبادلة بعملات مختلفة بدون أخذ فائدة أو إعطائها شريطة عدم الربط بين الفرضين وشراء بضائع أو إبرام عمليات مرابحة بنفس العملة ويجوز الاتفاق مع العملاء عند الوفاء بأقساط العمليات المؤجلة كالمرابحة على سدادها بعملة أخرى بسعر الوفاء.[22]

خامسا: أثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية:

يقدر حجم سوق الصكوك الإسلامية اليوم بأكثر من 130 مليار دولار، و رغم الأزمة المالية الأخيرة إلا أن سوق الصكوك الإسلامية قد بقي إلى حد ما صامدا أمام هذه التحديات فقد حقق معدل نمو قدر ب 43% سنة2009، في حين كان هذا المعدل أكبر من 70% سنة 2007.[23] واجه سوق الصكوك كغيره من أسواق الدين صعوبات كبيرة عام 2008، أبرزها تداعيات الأزمة المالية العالمية وارتفاع كلفة الاقتراض والخسائر الضخمة التي تكبدها المستثمرون جراء انهيار أسعار الأصول المالية والعقارية.و سجلت إصدارات السندات الموافقة للشريعة سنة 2008 أول تراجع في حجمها منذ عام 2001م حيث شهد سوق الصكوك الإسلامي نموا متزايدا في عدد الإصدارات وأحجامها الى عام 2008م ، وكان من المقدر له متابعة النمو خلال الأعوام 2008، 2009، 2010م.

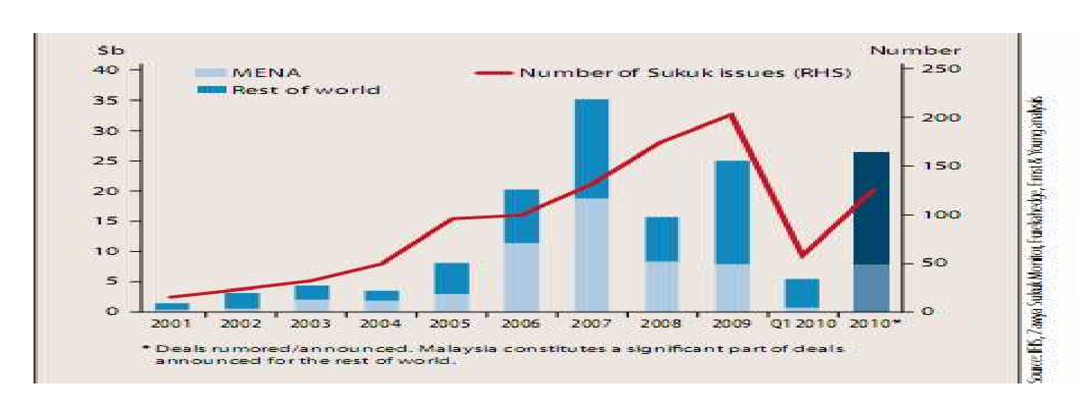
خلال سنة 2008، أعلنت حكومات وشركات نيتهم طرح صكوك بقيمة 30 مليار دولار أي أكثر من 88% من الطروحات المعلنة حول العالم. ولو استطاع هؤلاء المصدرون تنفيذ خططهم، لوصل حجم الإصدارات في 2008م إلى 45 مليار دولار بنمو يتخطى 40%. لكن ظروف الأزمة حالت دون ذلك.

الشكل رقم 04 : إصدارات الصكوك حول العالم بين 2008 و 2009 مليون دولار



قامت كل من ماليزيا والإمارات العربية المتحدة في 2007 بإصدار سندات إسلامية قيمتها 13.4 مليار دولار، و10.8 مليارات دولار على التوالي، تراجعت هذه الإصدارات إلى 5.4 مليارات دولار في الأولى، و5.3 مليارات في الثانية سنة2008.

الشكل رقم (05): تطور إصدارات الصكوك الإسلامية



بدأت إصدارات الصكوك تسجل مسارا تصاعديا في الأشهر الأولى من عام 2009م فعلى الرغم من انخفاض حجم الإصدارات في الربع الأول من سنة 2009 37% مقارنة مع الفترة نفسها في 2008، أي من 2.84 مليار دولار إلى 1.8 مليار، إلا أن هذا الحجم تضاعف مقارنة مع الربع الأخير من 2008. ففي شهر جانفي 2009 لم يتعد حجم الصكوك المصدرة 95 مليون دولار. بعدها ارتفع هذا المبلغ إلى 695 مليون دولار في فبراير، ليصل إلى 1.01 مليار في شهر مارس من نفس السنة.[24]

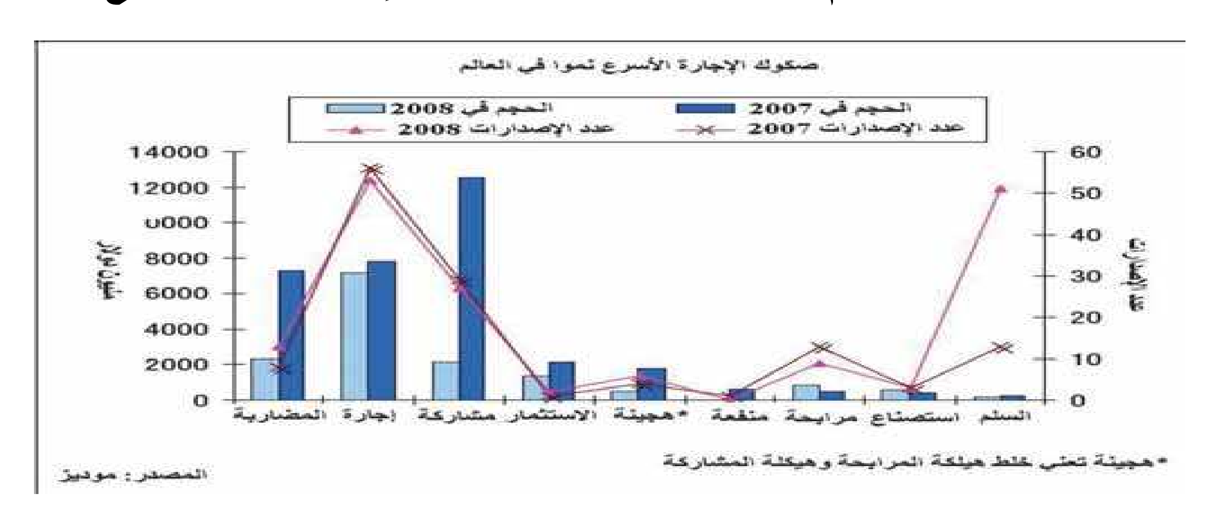
لم يشهد الربع الأول من 2009 أي إصدار للصكوك في دول مجلس التعاون الخليجي أو حتى في دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، سوى الصكوك التي يصدرها دوريا مصرف البحرين المركزي، لسحب السيولة من القطاع المصرفي التي تغطت بشكل كبير من قبل البنوك المحلية. وبلغت قيمة الصكوك البحرينية المصدرة في أول 3 أشهر من العام الجاري 88 مليون دولار فقط، واحتلت 4.9% من إجمالي السندات الإسلامية المصدرة حول العالم. وقد احتلت

ماليزيا المركز الأول عالميا من حيث حجم الصكوك المصدرة في الربع الأول التي بلغ إجماليها 980 مليون دولار، تبعتها اندونيسيا في المركز الثاني التي أصدرت صكوكا بقيمة 539 مليون دولار.

كانت الصكوك المطروحة منذ بداية 2009 هي بالعملات المحلية على حساب تراجع الصكوك المصدرة بالدولار الأميركي. وتعود أسباب ذلك إلى تزايد اهتمام الحكومات نفسها بإصدار الصكوك مقارنة مع شركات القطاع الخاص. إذ شكلت السندات الإسلامية السيادية، أي المطروحة من قبل الحكومات، في 2008 ما نسبته 44% من إجمالي السوق، بعد أن كانت 36% في 2007. ومن المتوقع أن تستمر هذه الحصة في النمو نظرا للأزمة الائتمانية التي تمر بها الشركات الخاصة والمؤسسات المالية. فالمستثمرون باتوا أقل ثقة بالقطاع الخاص، بعد أن شهدت بعض شركاته تعثرا في سداد التزاماتها المالية.

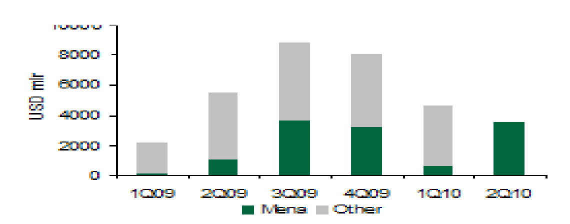
ارتفع حجم الصكوك المصدرة وفق هيكلة المرابحة 60% في 2008، شهدت صكوك المشاركة والمضاربة هبوطا بالأحجام بلغ 83% و68% على التوالي في العام الماضي. أما هيكلة الإجارة فشهدت تراجعا بسيطا بلغ 8% بسبب الأزمة المالية العالمية. وفي الربع الأول من 2009، شهدت صكوك الإجارة انتعاشا جديدا لتشكل 50% من إجمالي الإصدارات. وقد طُرح اثنان من أكبر 5 إصدارات على أساس هيكلة الإجارة. (اندونيسيا صاحبة أكبر إصدار للصكوك في العالم خلال الربع الأول من 2009 وحجمه 474 مليون دولار فضلت هيكلة الإجارة). وهكذا فعلت أيضا حكومة باكستان في مارس الماضي عندما أصدرت رابع أكبر إصدار بقيمة 192 مليون دولار.

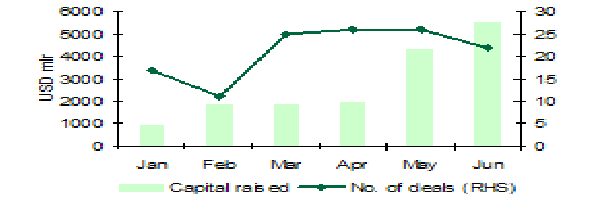
الشكل رقم 6: تطور إصدارات الصكوك الإسلامية حسب النوع



من المتوقع أن يشهد سوق الصكوك الإسلامية انتعاشا في سنة 2010، حيث من المرتقب أن يصل مجموع الإصدارات إلى 30 مليار دولار،تم إصدار 16,5 مليار دولار خلال السداسي الأول من هذه السنة.

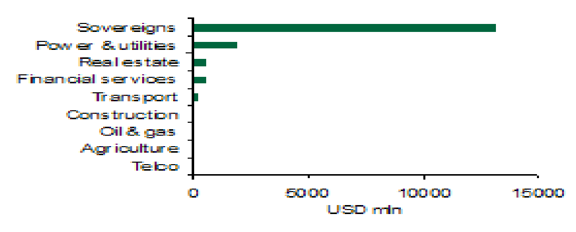
الصكوك المصدرة سنة2009 و الربع الأول والثاني 2010



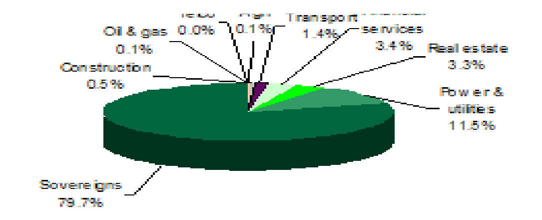


Source: Zawya, S&P, KFHR

الصكوك المصدرة حسب القطاعات خلال السداسي الاول من 2010

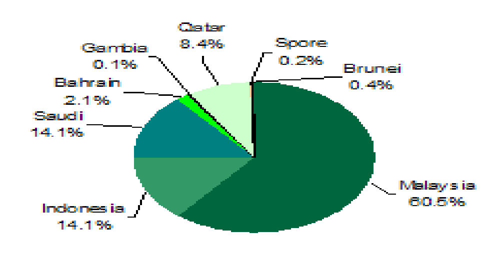


الصكوك المصدرة حسب القطاعات خلال السداسي الاول من 2010

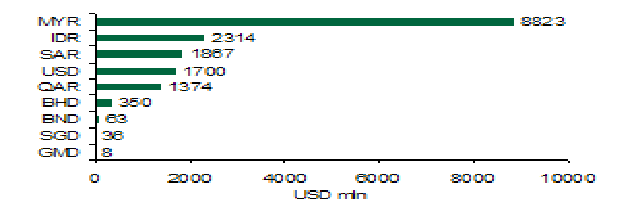


Source: Zawya, S&P, KFHR

الصكوك المصدرة حسب البلدان خلال السداسي الأول من 2010



الصكوك المصدرة حسب العملات خلال السداسي الأول من 2010



Source: Zawya, S&P, KFHR

من المرتقب أن يتعافى سوق الصكوك الإسلامية من آثار الأزمة الاقتصادية سنة 2010، وذلك لعدة عوامل منها المشاريع والبرامج الاتفاقية الضخمة التي أطلقتها الحكومات والتي ستعتمد بشكل كبير على التمويل بالصكوك الإسلامية، بالإضافة إلى التحسن الكبير الذي شهدته الصناديق السيادية، وعودة الحركية الاقتصادية لدى القطاع الخاص.

بقيت ماليزيا متربعة على سوق الصكوك الإسلامية سنة 2010، وذلك بنسبة 60,5% من إجمالي الإصدارات في السداسي الأول من سنة 2010 متبوعة بكل من السعودية واندونيسيا بنسبة 14,1% لكل منهما.

أما بالنسبة لعملات الإصدار فقد بقي الرينغيت الماليزي مسيطرا على سوق الإصدار بنسبة 53,4% متبوعا بالدولار الأمريكي بنسبة 10,3% ثم الريال القطري بنسبة 8,3%.

سوف تشهد سنة 2010 دخول لاعبين جدد إلى سوق الصكوك الإسلامية، هيئات حكومية وخاصة من الدول التالية: اليابان، تايلاند، تركيا، المملكة المتحدة و روسيا. لذا يتوقع أن يعرف سوق الصكوك الإسلامية بعد الأزمة المالية ازدهارا قويا مدفوعا بزيادة الطلب على الأدوات المالية المتماشية مع أحكام الشريعة الإسلامية، دعم الحكومات المختلفة لهذه المنتجات، الاستثمارات وبرامج الإنفاق الحكومية الضخمة في دول مجلس التعاون الخليجي وسائر البلدان الآسيوية عموما.[25]

الخاتمة:

من خلال هذه الدراسة المتواضعة يمكن الخروج بمجموعة من النتائج ندرجها كما يلي:

1- تستمد الهندسة المالية الإسلامية مبادئها من قيم الإسلام التي تدعو إلى التحديث والتطور باستمرار ضمانا لحسن الأداء و إيجاد حلول إبداعية لمشاكل التمويل في إطار موجهات الشرع الحنيف.

2- تعتبر الصكوك الإسلامية بديلا للسندات التقليدية القائمة على الفوائدا الربوية، وتتنوع هذه الصكوك لتشمل جميع النشاطات الاقتصادية، وتنقسم إلى : صكوك الإجارة، صكوك المضاربة، صكوك المشاركة، صكوك الاستصناع، صكوك السلم...إلخ.

3-تواجه الصكوك الإسلامية مجموعة من المخاطر كغيرها من الاستثمارات المالية كمخاطر السوق، المخاطر القانونية، مخاطر السيولة، مخاطر التشغيل، المخاطر الائتمانية وغيرها من المخاطر.

4-توفر الهندسة المالية مجموعة من التقنيات والآليات لإدارة ومواجهة هذه المخاطر كسياسة التنويع، تقنيات الرهن والكفالة، التأمين التبادلي، التحوط باستخدام المشتقات الإسلامية، الرقابة المالية وغيرها من التقنيات التي يمكن اللجوء إليها حسب الحاجة إليها.

5-واجه سوق الصكوك الإسلامية كغيره من أسواق الدين صعوبات نتيجة الأزمة المالية سنة 2007، وهذا ما أثر على تراجع معدل نمو سوق الصكوك الإسلامية لأول مرة منذ سنة 2001، حيث تم تسجيل تراجع في معدل نمو الصكوك سنتي 2008 و2009.

6- عرفت سنة 2010 استعادة سوق الصكوك الإسلامية عافيته، وذلك بعد عودة معدل نمو الإصدار للارتفاع كما كان قبل الأزمة متجاوزا معدل نمو70%، ويتوقع أن

يحافظ سوق الصكوك الإسلامية على هذه الديناميكية خصوصا بعد اعتزام دخول لاعبين جدد إلى سوق الصكوك الإسلامية ونية الدول الخليجية وبعض الدول الآسيوية استخدام الصكوك في برامجها التنموية الضخمة.

7- تتربع ماليزيا على سوق الصكوك الإسلامية باحتكارها لأكثر من60 % من إجمالي الإصدارات في العالم، أما من حيث أكثر أنواع الصكوك انتشارا، تعتبر صكوك الإجارة الأسرع نموا مقارنة بالصكوك الأخرى.

الهوامش والمراجع:

[1] بوعافية رشيد، ابراهيم مزيود، **الهندسة المالية كمدخل لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية**، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية ، المركز الجامعي خميس مليانة، 2009، ص 05.

[2] مجلة المدير المالي، **الهندسة المالية والمشتقات المالية وعلاقتها بالاقتصاد الإسلام**، موقع www.financialmanager.wordpress.com

[3] ردمان عبدالقوي، **الأدوات المالية الإسلامية الحديثة المعتمدة من المصرفية الإسلامية**"، المؤتمر الثالث للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في سورية، دمشق، 2009،ص 06.

[44] Muhammad Ayub, **Securitization sukuk and fund management potential to be realized by Islamic financial institutions**, NIBAF, working paper, Karachi,2005,p 349.

[5] وهبة الزحيلي، **المعاملات المالية المعاصرة**، دار الفكر، دمشق،2002، ص 226.

[6] عبد الستار أبو غدة، **المصرفية الإسلامية خصائصها وآليتها،وتطويرها**، المؤتمر الأول للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دمشق، 2006، ص 13.

[7] Ali Arsalan Tarik, **managing financial risks of sukuk structures,** A dissertation submitted in partial fulfilment of the requirements for the degree of Masters of Science at Loughborough University, UK.2004, p 20.

[8] نزيه حماد، **في فقه المعاملات المالية والمصرفية المعاصرة**، دار القلم، دمشق، 2007، ص 319-321

[9] أشرف محمد دوابه، **إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية**، . المجلة المصرية للدراسات التجارية، كلية التجارة، جامعة المنصورة، 2010، ص09.

[10] ردمان عبد القوي، **مرجع سابق**، ص 17.

[11] عبد الستار أبو غدة، **مرجع سابق**، ص 21.

[12] أنظر: Muhammad Ayub, **op-cit**, p 353-354.

[13] لمزيد من التفصيل أنظر:محمد عبد الكريم زعير، **الرقابة الشرعية على معاملات الاستصناع في البنوك الإسلامية**، مجلة الاقتصاد الإسلامي، بنك دبي الإسلامي، العدد 16.

[14] طارق الله خان، حبيب أحمد، **إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية**، ورقة مناسبات 5، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2003، ص 30-31.

[15] لمزيد من التفصيل أنظر Ali Arsalan Tarik,**op-cit**, p 43-44.

[16] طارق الله خان، حبيب أحمد، **مرجع سابق**، ص 31-32.

[17] شهبون لمياء، **معايير تقييم الأداء المصرفي في الجزائر**، رسالة ماجستير في الاقتصاد، جامعة دمشق، دمشق، 2007، ص 54-55.

[18] محمد أشرف دوابة، **مرجع سابق**، ص 17.

[19] عبد الناصر براني، **المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي**،رسالة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 2006، ص 126-127.

[20] رواه البخاري ومسلم عن عائشة رضي الله عنها.

[21] وهبة الزحيلي، **مرجع سابق**، ص 83-84.

[22] يمكن الرجوع إلى : **المعايير الشرعية**، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، معيار رقم 1، البحرين، 2008، ص 4-5.

[23] أنظر: BANK NEGARA MALYSIA WWW. BNM.GOV

[24] أنظر ردمان، **مرجع سابق**،ص 40.

[25] From : Kuait finance house, 2010, www.zawya.com